

2021年11月08日

商学院第一股，重实效造就强口碑

行动教育 (605098)

主要观点:

我们认为，公司经过多年发展，已建立起完善的课程体系、师资体系和渠道体系，拥有较强的品牌力、复购+转介绍率较高。我们认为未来成长空间在于：(1) 在新城市开拓渠道获取新客户，(2) 老客户规模提升，(3) 产品提价；(4) 管理咨询业务创造收入增量；(5) 股权投资增厚利润。预计公司 2021-2023 年收入分别为 5.75/7.17/9.01 亿元、归母净利分别为 1.60/2.09/2.95 亿元，对应 EPS 分别为 1.89/2.48/3.49 元，2021 年 11 月 5 日收盘价 46.2 元对应 PE 分别为 24/19/13 倍，首次覆盖，给予买入评级。

► 行业分析：大行业、小公司格局明显

从市场规模看，2015-2020 年，行业市场规模的复合增长率达到 17.46%，2020 年国内管理培训行业市场规模达到 4070 亿元，同比增长 14.65%，预计 2022 年将达到 5392 亿元，15% CAGR。从竞争格局看，行业门槛低，业内竞争激烈。

► 公司优势：成熟产品体系+师资体系+渠道体系，复购+转介绍率较高

(1) 课程：定位“实效商学院”，打造差异化课程体验；(2) 师资：内部培养+外部名师合作；(3) 获客：强口碑，销售激励和服务强，复购+转介绍率较高。

► 成长驱动：拓展培训基地，高端课程占比提升

(1) 线下建设 5 个智慧管理培训基地，3-5 年渠道和销售团队翻倍；(2) 课程迭代完善，未来有望量价齐升；(3) 管理咨询有望随着管理培训业务增长而增长；(4) 强口碑，销售激励和服务强，复购+转介绍率较高。

风险提示

疫情的不确定性；政策的不确定性；课程迭代风险；系统性风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	439	379	575	717	901
YoY (%)	0.2%	-13.7%	52.0%	24.6%	25.7%
归母净利润(百万元)	118	107	160	209	295
YoY (%)	4.2%	-9.5%	49.6%	31.1%	40.8%
毛利率 (%)	75.7%	78.8%	80.5%	81.9%	83.7%
每股收益 (元)	1.86	1.69	1.89	2.48	3.49
ROE	31.3%	23.9%	25.4%	25.0%	26.0%
市盈率	24.84	27.34	24.41	18.62	13.23

资料来源：公司公告，华西证券研究所

评级及分析师信息

评级:	买入
上次评级:	首次覆盖
目标价格:	
最新收盘价:	46.2
股票代码:	605098
52 周最高价/最低价:	64.48/33.1
总市值(亿)	38.97
自由流通市值(亿)	9.74
自由流通股数(百万)	21.09



分析师：唐爽爽

邮箱：tangss@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519090002

联系电话：

正文目录

1. 公司概况：实效商学院，预收账款具备前瞻意义	3
1.1. 发展历程：盈利能力稳定提升，18年后加快拓展	3
1.2. 资本市场表现：PE在20-33倍波动，PEG在0.6-1倍波动	7
1.3. 股权结构：股权相对集中，家族控股特点明显	8
2. 行业分析：大行业、小公司格局明显	8
2.1. 国内管理培训行业规模：4000亿元市场，CAGR17.46%	8
2.2. 行业竞争格局：门槛低，业内竞争激烈	9
3. 公司优势：成熟产品体系+师资体系+渠道体系，复购+转介绍率较高	13
3.1. 课程：定位“实效商学院”，打造差异化课程体验	13
3.2. 师资：内部培养+外部名师合作	14
3.3. 获客：强口碑，销售激励和服务强，复购+转介绍率较高	16
4. 成长驱动：拓展培训基地，高端课程占比提升	17
4.1. 线下建设5个智慧管理培训基地，3-5年渠道和销售团队翻倍	17
4.2. 课程迭代完善，未来有望量价齐升	17
4.3. 管理咨询有望随着管理培训业务增长而增长	18
4.4. 股权投资有望创造利润新增长点	18
5. 盈利预测和估值	18
6. 风险提示	20

图表目录

图 1 2012-2021H 收入、净利及增速 (亿元, %)	4
图 2 公司历年毛利率和净利率	4
图 3 预收账款及增速 (亿元, %)	4
图 4 2016-2020 分业务收入 (亿元)	4
图 5 行动教育分业务毛利率	5
图 6 历年费用率	5
图 7 上市至今股价走势 (元)	7
图 8 公司 PEBANDS	7
图 9 2015-2022 年中国管理培训行业市场规模 (亿元) 及增速	9
图 10 2015-2022 年中国管理咨询行业市场规模 (亿元) 及增速	9
图 11 竞争格局	12
图 12 公司及同行收入及收入增速	12
图 13 公司及同行净利增速	12
图 14 公司及同行毛利率	13
图 15 公司及同行净利率	13
图 16 各地区收入占比	17
图 17 各地区收入增速	17
图 18 精品课程单价	18
表 1 行动教育主营业务、主要产品服务基本情况	3
表 2 公开课课程体系	3
表 3 公司大事记	6
表 4 2021 年半年度行动教育股权结构	8
表 5 三类竞争对手对比	10
表 6 非学历商学院培训领域竞争对手对比	10
表 7 行动教育主要精品课程	14
表 8 销售人员薪酬情况	16
表 9 收入拆分	19
表 10 可比公司估值	20

1. 公司概况：实效商学院，预收账款具备前瞻意义

1.1. 发展历程：盈利能力稳定提升，18年后加快拓展

上海行动教育科技有限公司成立于2006年3月，2015年曾在新三板上市、2021年1月退市，2021年4月在主板上市。公司致力于打造“世界级实效商学院”，最为强调的是“实效”。公司目前有30多家分支机构，成立以来已服务7万家企业（含上市企业600余家，其中沪深、港、美股等300余家，新三板近300家）、约15万位企业家，每年新增1万多学习人次。

浓缩EMBA为引流项目，校长EMBA为核心项目。2020年公司实现收入/归母净利润3.8/1.07亿元、其中管理培训/管理咨询/图书音像制品销售收入分别为3.3/0.44/0.04亿元，占比为87%/12%/1%。进一步拆分管理培训业务来看，公司的核心课程包括浓缩EMBA、在线EMBA和校长EMBA等，其中浓缩EMBA已经开设16年、累积开讲426期。我们估计，校长EMBA/浓缩EMBA/在线EMBA分别占比48%/32%/10%左右，其余为管理咨询项目。公司所有课程持续更新，其中《赢利模式》课程已经迭代至10.0。

公司管理培训模式包括公开课（含校长汇）和企业内训。对于公开课，公司在与客户签订业务合同并收到预收款后安排客户学员培训。因此，我们认为合同负债+其他流动负债（其他流动负债是合同负债价税分离剥离出来的部分）可以作为公司业绩的前瞻性指标；历史来看，预收账款15-20年cagr30%，在12-18年相当于次年培训收入的88-107%，18、19年对应132-162%，我们分析主要由于20年疫情影响停课进度。截至21Q3末，公司合同负债+其他流动负债为7.39亿元。

表1 行动教育主营业务、主要产品服务基本情况

项目名称	具体业务类别	收入（亿元）	18-20年收入CAGR	毛利率
管理培训	精品公开课、论坛公开课、在线课程、企业内训	3.30	13.29%	83.30%
管理咨询	财务类咨询、营销类咨询、绩效类咨询、商学院建设、孵化器服务等	0.44	-5.54%	50.91%
图书音像制品销售	图书音像制造	0.04	27.65%	30.33%

资料来源：公司招股说明书 华西证券研究所

表2 公开课课程体系

年度	学制	课程介绍
浓缩EMBA	学制3天	短期课程，培训结束后，公司为学员颁发相关课程的培训结业证书

在线 EMBA

学制 1 年

通过行动教育在线商学院手机 APP 学习公司的管理培训课程，公司在线课程通常为一年，每周进行一次在线课程，单次课程时间在 1 小时左右

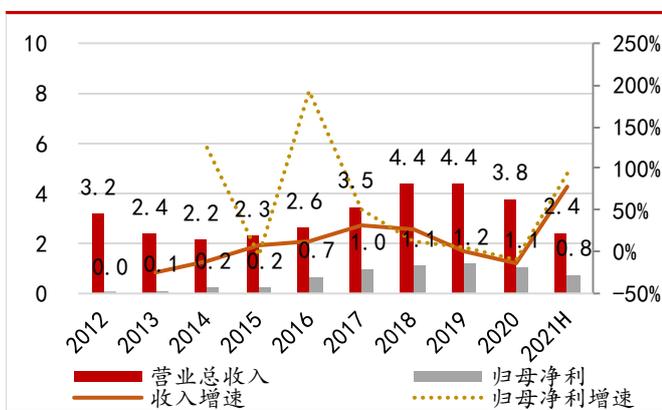
校长 EMBA

学制 1.5 年

由《招才选将》、《企业大学》等十门课程组成；其中，单一课程如《招才选将》、《机制设计》的学习时间为连续 2 至 4 天，但学完全部十门课的周期则为 1.5 年。

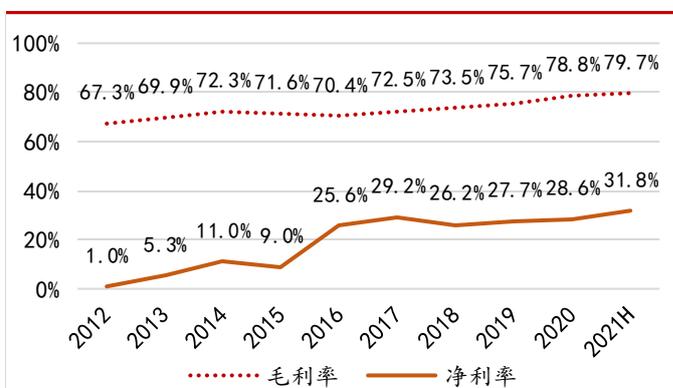
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 1 2012-2021H 收入、净利及增速（亿元，%）



资料来源：Wind 华西证券研究所

图 2 公司历年毛利率和净利率



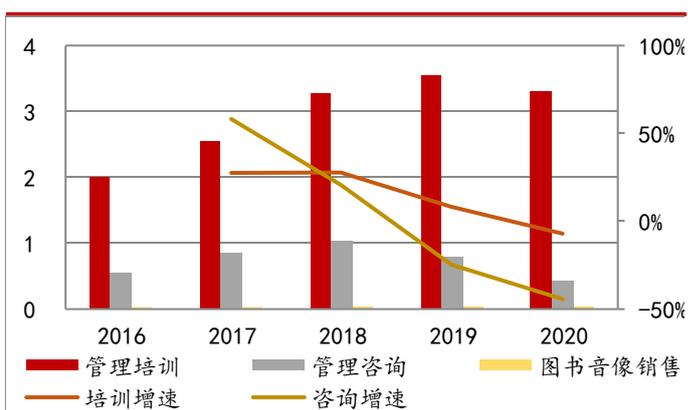
资料来源：Wind 华西证券研究所

图 3 预收账款及增速（亿元，%）



资料来源：Wind 华西证券研究所。注：2020 年开始预收账款调整为合同负债

图 4 2016-2020 分业务收入（亿元）



资料来源：Wind 华西证券研究所

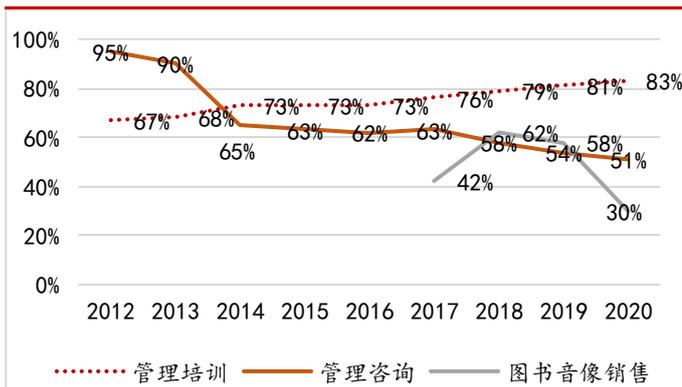
2012-2020 年收入/归母净利润 CAGR 为 2.15%/67%。回顾公司历史，从收入来看，公司仅 2013-2014 年及 2020 年收入出现负增长，2013-2014 年主要受管理团队变动影

响，2020 年主要受疫情影响。2017 年高增主要来自管理咨询业务快速增长，其中管理培训/管理咨询业务分别增长 28%/57%。2019 年管理培训/管理咨询业务分别增长 9%/-25%、增速大幅放缓，其中管理培训主要受学生人次同比下降 0.44%影响，管理咨询业务同比下降一方面是由于公司组织架构调整，原先经营孵化器咨询业务的五项管理后续主要经营图书音像制品的销售业务，其咨询相关项目及团队人员陆续转移至母公司，使得孵化器咨询业务同比下降 59%，另一方面一般咨询项目中的财务咨询项目受到经济放缓、企业更关注降本增效影响、需求大幅减少，从而使得一般咨询项目收入同比下降 14%。

毛利率呈现上升态势、从 67%提升至 80%，带动净利率从 1%提升至 32%。我们分析，公司毛利率提升主要得益于公司逐步完善和标准化相关管理培训业务、提高培训业务课程售价，同时缩减培训场所、教学模式、差旅食宿等方面的成本。其中 2015、2016 年毛利率下降主要受管理咨询业务毛利率下降影响（开展了商业模式和股权设计等新咨询模式，前期开展成本较高），管理培训业务毛利率较稳定。此外，产品销售毛利率波动较大主要受产品结构影响、其中音像产品毛利率远高于图书产品毛利率。

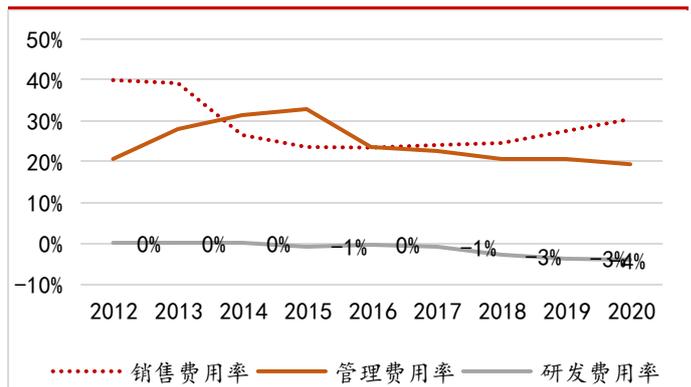
从费用率看，（1）销售费用率：2012-2013 年公司销售费用率高达 40%，主要由于地推模式下需要较多的销售人员以及较强的销售激励政策，2014 年公司精简销售队伍、销售费用率大幅下降。2018 年后销售费用有所提升，主要由于为拓展市场增加了销售人员数量以及薪资水平（销售人员从 2017 年的 444 人增长至 2019 年的 689 人、2020 年受疫情影响下降至 534 人，销售人员平均薪酬从 2017 年 13.84 万元/年提升至 2020 年 16.65 万元）。（2）管理费用率：2013-2015 年公司受管理团队变动影响、管理费用率大幅提升，2016 年随着业务逐步恢复增长、公司管理费用率大幅下降，叠加当年处置长期股权产生的投资收益贡献、净利率大幅提升，2016 年之后，公司净利率稳定在 26%-30%。（3）资产减值损失：2016、2017 年公司资产减值波动较大，主要由于 2016 年末结余应收卖房款、应收中踞置业拆借款等较大额其他应收款，公司按照会计政策计提了坏账准备，而 2017 年前述款项陆续收回、坏账准备也相应转回，坏账损失大幅下降。（4）所得税：2016 年计提减值产生递延所得税使得 2016 年有效所得税率下降。

图 5 行动教育分业务毛利率



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 6 历年费用率



资料来源：公司公告，华西证券研究所

表 3 公司大事记

发展阶段	事件
1986-2011 年：快速增 长阶段	1986 年李践从韩国学习归来，创办了中国大陆第一个跆拳道组织—昆明跆拳道协会。 1987 年出版书籍《跆拳道》。
	1992 年李践成立风驰广告公司，瞄准户外媒体。看准市场后，风驰广告公司 1 年做到云南省第一，3 年做到西南第一，仅仅用了 8 年时间，资产就从当初创业时的 20 万元增长到 1.87 亿元、年平均增长率为 425%。1998 年，风驰公司成为云南省政府推荐的首家民营申报上市企业。
	2000 年 TOM.COM 2.78 亿元收购风驰 49% 股权，2003 年 TOM 集团宣布委任李践为旗下 TOM 户外传媒集团总裁。
	2004 年李践推出企业经营管理必修课《赢利模式》。
	2006 年行动教育在上海注册成立。
2012-2014 年：收入 CAGR -18%	2007 年李践出任行动成功董事长，2011 年遇到对手打价格战，2013 年亏损、总经理和副总经理离职
	2014 年公司定位从“培训”转为“教育”，注重长期用户价值的培育，对标哈佛商学院、巴黎高等商学院；推出校长 EMBA 课程，培养校长型企业家，公司扭亏。
2014-2020 年：收入 CAGR 10%	2015 年登陆新三板，成为中国管理教育第一股。
	2015 年获得国家高新技术企业认证。
	2017 年 10 月 22 日行动第一校址——上海虹桥“花瓣大楼”正式启用。
	2018 年引进金融硕士课程《金融创新》。
	2018 年 9 月 9 日由行动教育发起主办的第二届“9.9 企业家校长节”9 月 9 日在上海拉开帷幕。
	2019 年推出“校长哲学班”。
	2020 年 4 月 13 日闵行区 30 亩新校区项目签约落地。
	2020 年 9 月 9 日-9 月 10 日由行动教育集团主办的“第四届企业家校长节”在上海浦东香格里拉大酒店举行。
	2021 年 3 月 15 日在线 EMBA3.0 产品正式发布。
	2021 年 3 月 19 日证监会核发行动教育 IPO 批文。
2021 年 4 月 21 日行动教育在上海证券交易所主板上市，公司证券代码为 605098	

资料来源：公开资料，华西证券研究所

1.2. 资本市场表现：PE 在 20-33 倍波动，PEG 在 0.6-1 倍波动

2021 年 4 月上市至今，公司股价上涨 47%（截至 2021 年 11 月 3 日收盘），跑赢沪深 300 指数 52PCT。2021 年 11 月 5 日公司市值为 40 亿元。

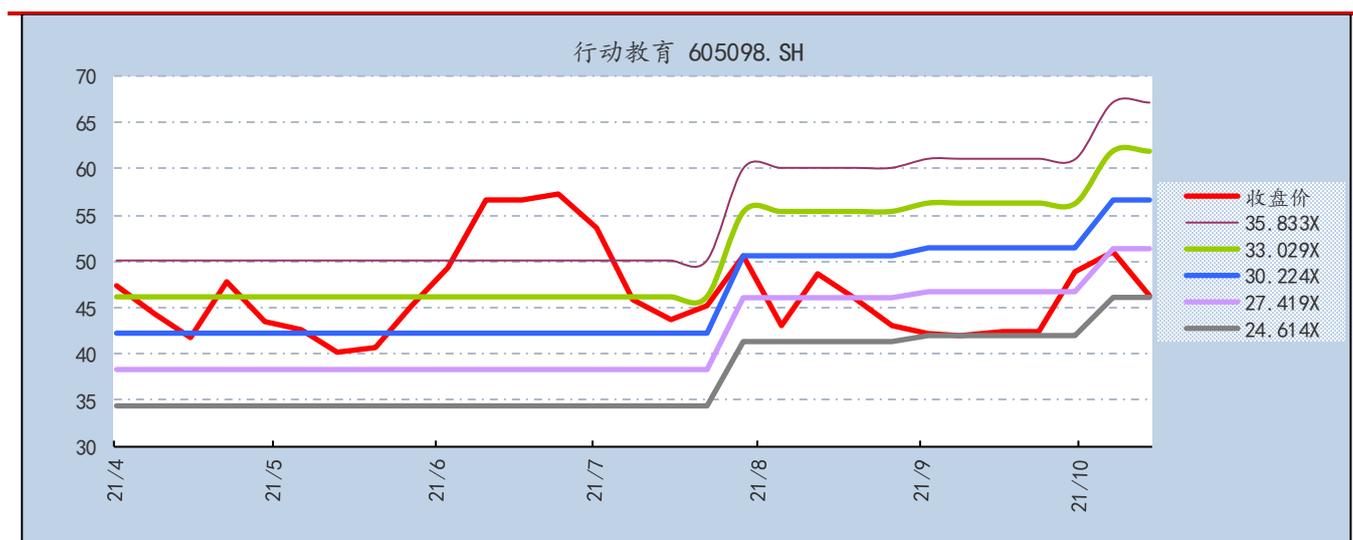
上市以来，公司 PE 在 20-33 倍波动。我们分析公司的股价走势来看，（1）上市后至估值至 21PE20X 左右，随后公司公告对外投资设立基金、提振市场信心，因为公司学员多为 5-10 亿元规模中小企业、不排除未来有上市可能的公司，公司股价最高涨至 63.15 元（2021 年 7 月 14 日）、对应 21 年 PE 为 33 倍、对应 21PEG（20-23 年 3 年 CAGR）为 0.94 倍；（2）2021 年 7 月，国务院发布双减意见，虽然公司业务与双减无关联性、且中报收入/净利较 19 年增长 29%/61%，但整体教育板块遭遇杀估值，公司股价最低跌至 41.2 元（2021 年 8 月 31 日）、对应 21 年 PE 为 21 倍、对应 21PEG（20-23 年 3 年 CAGR）为 0.61 倍。

图 7 上市至今股价走势（元）



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 8 公司 PEBANDS



资料来源：Wind，华西证券研究所

1.3. 股权结构：股权相对集中，家族控股特点明显

根据 2021 年半年报数据统计，公司前十股东占总股本比例为 74.59%，公司实际控制人为李践，与李维腾和赵颖为一致行动人。截至 2021Q3，李践直接持股 31.22%，并通过上海云盾商务咨询合伙企业、上海蓝效商务咨询合伙企业等进行间接控股，李践及其一致行动人持有公司约 47% 的股份。

董事长李践仍担任公司的导师，是《赢利模式》课程的创始人。1992 年白手起家创办风驰传媒，结合自己的亲身实战，李总把商业的一些核心规律找出来，创立了《浓缩 EMBA》（原赢利模式）课程，累计服务了 13 万多家企业，同时助推超 600 家企业成为行业龙头，包括顾家家居、西贝、名创优品、味千拉面、海澜之家、合力泰等。

表 4 2021 年半年度行动教育股权结构

股东名称	持股数量 (万股)	占总股本比例 (%)
李践	2633.3165	31.22
上海蓝效商务咨询合伙企业 (有限合伙)	1607.5313	19.06
上海云盾商务咨询合伙企业 (有限合伙)	872.8309	10.35
上海云效投管理中心 (有限合伙)	563.4325	6.68
李维腾	180.8	2.14
大成新锐产业混合型证券投资基金	135.4171	1.61
刘桂琴	87.5686	1.04
罗春萍	78.1445	0.93
北京国泰远景投资管理有限公司	74.705	0.89
大成睿景灵活配置混合型证券投资 基金	56.85	0.67
前十大股东合计	6290.5964	74.59

资料来源：公司公告，华西证券研究所

2. 行业分析：大行业、小公司格局明显

2.1. 国内管理培训行业规模：4000 亿元市场，CAGR17.46%

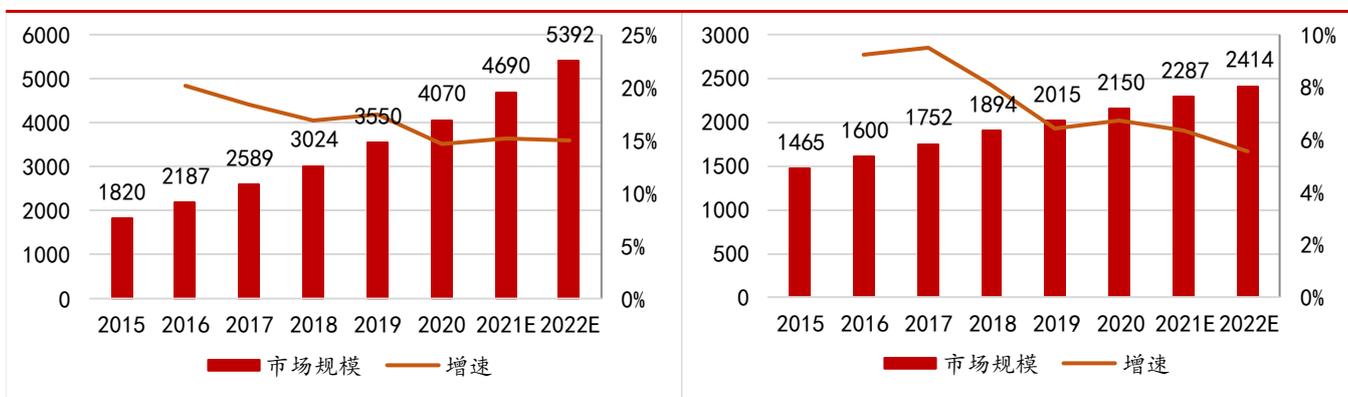
分析公司所在的行业规模，我们关注：

(1) 管理培训：根据中研普华管理咨询公司的研究，2015-2020 年，行业市场规模的复合增长率达到 17.46%，2020 年国内管理培训行业市场规模达到 4070 亿元，同比增长 14.65%，预计 2022 年将达到 5392 亿元，15% CAGR；以行动教育 2020 年收入 3.79 亿元来算，市占率不到 1%。下游中，流通业/制造业/金融、租赁及商务服务业/餐饮和住宿业/交通运输/仓储和邮政业/信息通讯技术业/文体娱乐及传媒业及其他为 38%/29%/14%/4.70%/3.70%/3.30%/2.90%/1.80%。建筑业和能源业由于企业总量较少、对培训的投入相对不足以及企业性质等原因，其市场需求量占市场总量的 2.40%。

从报名人数来看，2020 年商学院报名人数 22 万人、其中 EMBA 11 万人，而金字塔腰部人数空间则在 100-500 万人；以行动教育年培训人数 1.6 万人来看，空间仍较大。

(2) 管理咨询：2015-2020 年，行业市场规模的复合增长率达到 7.97%。2020 年我国管理咨询行业市场规模达到 2150 亿元，相比 2019 年增长了 6.28%，预计 2022 年将达到 2414 亿元，CAGR 6%。

图 9 2015-2022 年中国管理培训行业市场规模（亿元）及增速
图 10 2015-2022 年中国管理咨询行业市场规模（亿元）及增速



资料来源：中研普华，华西证券研究所

资料来源：中研普华，华西证券研究所

2.2. 行业竞争格局：门槛低，业内竞争激烈

我们将行动教育的主要竞争对手分为三类：1) 商学院学历教育：入学门槛高（录取比例在 1:3-1:8），学费高，耗时 2-3 年，教师大多为教授；2) 非学历商学院培训：主要机构有行动教育、创业黑马、博商、中旭、经邦、华一世纪、聚成、长松等，主要服务对象是企业 2B 模式，入学无门槛，价格较商学院相对便宜，短训通常数天，全部课程通常 1 年左右，教师曾任企业高管；3) 非学历 2C 培训：如高顿教育，主要服务对象是个人，入学无门槛，主要课程以考证为主，学费 4-6 万左右，时长通常不超过 1 年，由于地推销售费用高、目前仅为微利。

从业务规模看，行动教育收入规模高于创业黑马，2020 年分别为 3.79/1.64 亿元，且从复合增速来看，行动教育高于创业黑马（16-20 收入 CAGR 分别为 9.72%/-2.94%）。创业黑马 2019 年受内部经营方向变动导致营销服务收入大幅下

降 84%（其中公关业务收入同比下降 17.89%、广告业务同比下降 99.27%），但公司的核心业务经营培训仍同比增长 34.49%，2020 年下滑主要受到疫情影响。

从毛利率来看，公司 2018-21H 毛利率分别为 74%/76%/79%/80%，创业黑马分别为 25%/56%/60%/53%，行动教育毛利率稳定提升，我们分析主要由于公司定位大班教学。虽然创业黑马 2019 年剥离广告业务后、毛利率大幅提升，但是毛利率仍远低于行动教育，创业黑马主要针对中小型企业创始人进行战略咨询，更加点对点，比起统一授课来说成本更高。

从净利率来看，行动教育 2018-21H 净利率分别为 26%/28%/29%/32%，创业黑马分别为 1%/6%/4%/-3%。行动教育净利率随着提价+成本优化逐步提升，而创业黑马 2019 年净利率提升得益于剥离广告业务，2020 年受到疫情影响净利率有所下降，2021H 公司加大业务拓展力度、员工人数大幅增长，同时公司加大了在线平台建设，组建百人研发团队来打造 SaaS 化服务系统、研发投入大幅增长，使得净利率下降。

表 5 三类竞争对手对比

类型	机构	入学门槛	学费	学习时长
非学历商学院培训	行动教育、创业黑马、博商、中旭、经邦、华一世纪、聚成、长松	企业创始人或联合创始人；拥有投资意向的成功企业家、创业家、企业高管等	行动教育：单科 2-5 万元，校长 EMBA 共 10 科、估计 20 万元左右 创业黑马：1-50 万元不等	行动教育：短训 3 天，校长 EMBA 1.5 年 创业黑马：短训 2-3 天，长期课程 1 年（6 个模块，每个模块集训 2-3 天）
商学院学历教育	北大清华、中欧、长江商学院	入学门槛要求高，通常需要有 2-3 年以上工作经验并通过入学考试	全日制学费 20 万元左右，非全日制学费 40 万元左右	2-3 年（全日制/非全日制）
非学历 2C 培训	高顿教育	无门槛，考证为主（建造师、事业单位、CPA、CFA、金融行业等大量学科类型）	4-6 万元	1 年

资料来源：行动教育、创业黑马公司招股说明书，商学院官方网站，公开资料，华西证券研究所

表 6 非学历商学院培训领域竞争对手对比

公司名称	成立时间	是否上市	课程	费用	学习时长	公司规模
行动教育	2006	是	《赢利模式》、校长 EMBA 等	单科 2-5 万元，校长 EMBA 共 10 科、估计 20 万元左右	短训三天，校长 EMBA 1.5 年左右	服务 13 万+企业家学员，全国 28 个校区

创业黑马	2008	是	黑马成长营、 黑马实验室等	1-50 万不等	短训 2-3 天，长期 课程 1 年 (6 个模 块，每个 模块集训 2-3 天)	服务 10000+企 业，超 30 个地区建 有“黑马 城市学 院”或 “黑马城 市创新中 心”
博商	2006	已退市	总裁班、总经 理班、资本创 新班、短训营 等	短训营 1998 元，总裁班 3-30 万不等，金融创新 班约 8.9 万元，“商界领 袖”总裁班约 30 万	短训三 天，总裁 班 16 天 (八门课 程每门两 天)，“商 界领袖” 总裁班两 年	服务学员 超 10 万， 全国 11 个 校区
中旭教育	2005	否	公开课有总裁 执行模式、增 长商学、股权 激励、战略领 航等，其余产 品包括企业网 络商学院和企 业内训	-	-	24 家分支 机构
华一世纪	2010	否	主要是股权激 励相关，分为 方案导入、精 华落地、顶层 战略等	单次课程 1-2 万，定制 课程约 8-10 万	每次课程 4 天 3 晚， 每月 1-2 期，后续 有定制落 地服务	全国 17 家 直营分子 公司，服 务企业 5 万+家。
聚成	2003	否	团队建设、绩 效薪酬、项目 管理等 15 种左 右，另有企业 整体解决方案 课程	课程数量多，几千到几 万不等；如《团队复 制》19800/人、《现场 改善与生产效率提升》 5800/人	不同课程 时长不 同，多为 2-4 天	80 多家分 支机构， 有会员企 业 10 万多 家
长松	2009	否	组织系统、企 业操盘手、阿 米巴精品班、 动态股权精华 班等	约 2.2 万/门	多数为 3 天 2 晚	咨询师和 专家团队 超 300 人，企业 客户 11 万

家，62家
分公司

经邦	2000	否	高维股权方案班、动态股权落地精华班	-	每次课程4天3晚，每月一至两期，后续有定制落地服务	108位老师，已服务36289位学员
----	------	---	-------------------	---	---------------------------	--------------------

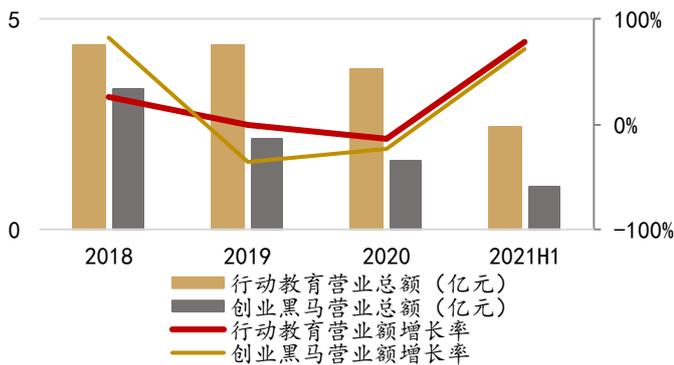
资料来源：公开资料，华西证券研究所

图 11 竞争格局



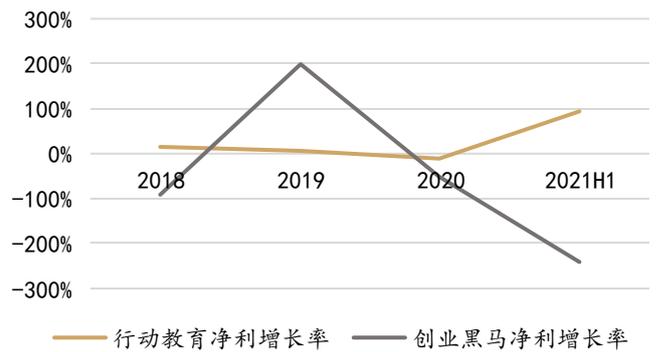
资料来源：公司招股说明书，华西证券研究所

图 12 公司及同行收入及收入增速



资料来源：公司招股说明书，华西证券研究所

图 13 公司及同行净利增速



资料来源：公司招股说明书，华西证券研究所

图 14 公司及同行毛利率

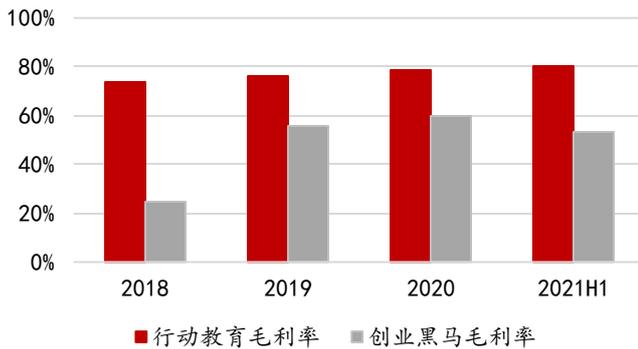
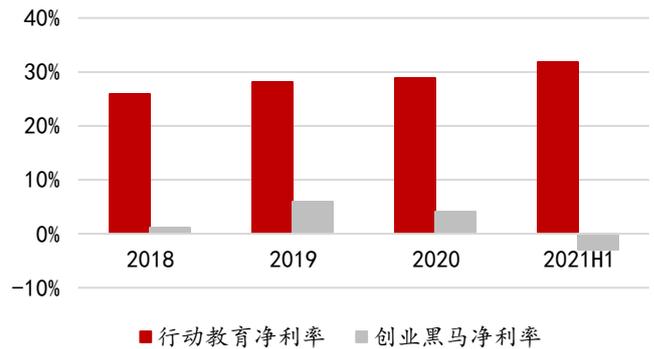


图 15 公司及同行净利率



资料来源：公司招股说明书，华西证券研究所

资料来源：公司招股说明书，华西证券研究所

3. 公司优势：成熟产品体系+师资体系+渠道体系，复购+转介绍率较高

3.1. 课程：定位“实效商学院”，打造差异化课程体验

行动教育主要帮助国内中小民营企业提高其在战略、销售、绩效、财务等领域的管理水平。与国内高等学院的 MBA、EMBA 项目不同，行动教育的管理培训更加重视实效。公司在培训传统管理科学理论的基础上，更多地结合国内的法律环境、经济环境、产业和区域环境、竞争环境、人力资源环境等实际情况教授学员管理工具和执行技巧，以帮助学员提高管理实操水平；同时对于存在进一步服务需求的客户，公司还可以提供相关管理咨询服务。比如，公司的课程设计逻辑和其他不同，金融和经济学放最后，体现的思想是：公司认为经济趋势虽然影响企业，但是是次要影响因素。课程帮助董事长解决了比如如何调动员工积极性和责任心，帮助新晋高管解决了不知如何带领团队等问题。

课程设置上强调实效。1) **课程根据实际案例迭代，并提供有针对性咨询服务。**公司拥有《赢利模式》、《财务模式》等具有较强市场影响力的培训课程，并且配套提供一系列管理咨询服务；同时公司根据近年来我国宏观经济和消费环境的变化、管理学科的发展并结合学员调研情况，对公司课程内容进行持续升级，开发更加实用的管理工具。2) **引入国内外优秀导师授课，并因地制宜总结出适合中国企业的方法。**公司引进清华大学朱民教授（前国际货币基金组织副总裁）、哈佛商学院罗伯特·卡普兰教授（平衡记分卡创始人）等国内、国际知名讲师为公司学员讲授相关课程，同时国外老师授课完毕后，公司老师会进行落地总结，总结出一套适合中国企业的方法。3) **针对新需求不断推出新课程。**针对培训需求比较大的行业、国家大力支持的高新技术行业和战略性新兴产业开发更加富有行业特色、更加契合行业需求的培训课程。4) **互动式授课，注重学以致用。**区别于传统的、单向的讲课模式，行动教育采取基于互动的、实效的授课模式，包含了多项诸如行动学习法、体验式学习、板书法、学以致用模式、复训、成果分享、情景模拟、现场通关等注重实效的培训方法或环节。

导师实务操作经验丰富。区别于高等院校和一般培训机构，公司的导师普遍在各自授课领域有过多年的实务操作经验，真正实现了“做自己所讲、讲自己所做”，保证了公司企业管理培训课程的实效性，为参加培训的企业带来实质性的效益提升。从培训效果上看，公司的培训普遍具备较强的落地能力，拥有诸多成功案例，包括百果园、口味王、合力泰等，有些企业粘性甚至达 10 年，更多企业由老板多次带中高层一起来学习。

3.2. 师资：内部培养+外部名师合作

目前，公司的管理培训业务主要由公司自有的讲师完成，并与部分外部讲师合作讲授部分课程，我们估计，教师中 50%左右来自内部、30%左右来自外部，学员会在课后对老师打分，低于 92 分则会被免除开课。截至 2020 年末，公司拥有讲师 19 人，此外公司还与多位优秀的外部讲师在《财务管控》、《大营销管控》、《奇胜营销》、《快乐绩效》、《团队正能量》、《组织效率》、《战略性创新》课程上形成稳定合作关系。

公司拥有自主研发的知识产权达 300 余项，知名讲师包括：宋志平（原中国建材、中国国药董事长）、付小平（复星集团子集团财务总监）、江竹兵（英国 C&G 国际培训师）、陈军（原顺丰集团营销副总裁），以及知名大学的教授陈涛（加拿大滑铁卢大学终身教授）、熊启明（西贝梦想大学），张晓岚（中山大学、华南理工大学 EMBA 特聘教授）等；此外公司还引进了国内外知名金融、商业管理等领域的知名人士如朱民教授（前国际货币基金组织副总裁）、哈佛商学院罗伯特·卡普兰教授（Robert S. Kaplan，平衡记分卡创始人）、巴里·波斯纳（Barry Posner，全球畅销书《领导力》作者）、帕特里克·莱格朗德教授（Patrick Legland，巴黎 HEC 商学院金融学教授）等。

在教师薪酬上，公司采用制片厂模式：公司设置课程研发体系、集体研发，老师是产品线的一部分，老师的薪酬与客户人数收入之间达到有效平衡。课程对于老师而言相当于引流作用，老师有进一步针对企业的咨询业务。公司内部讲师讲授精品公开课的讲师费较为固定，一般按照精品公开课的开课次数支付讲师费，我们估算内部讲师费用在 3-4 万元/次左右（根据薪酬/公开课次数估算），外部讲师的均价在 14-16 万元/次左右。

表 7 行动教育主要精品课程

课程名称	主讲老师	平均单价（元）	知识背景、行业资历/简历	课程内容概述
《赢利模式》	李践	20,438.93	在中国率先发起跆拳道运动，担任云南省总商会副会长，曾创立风驰传媒。	课程主要包括战略设计、产品战略、人才战略、用户战略、竞争战略、高远目标、绩效机制、营销创新、财务杠杆等内容。
	黄强		曾任行动有限杭州分公司营销总监，行动有限合肥分公司营销总监	

《财务管控》	付小平	20,354.82	硕士研究生学历，注册会计师，曾任职复兴集团、天虹纺织和经纬置地集团，分管财务工作。	课程主要是帮助企业打造一套企业管理决策系统。课程包括损益表、资产负债表、现金流量表、利润操纵、税负设计、关键指标、雷达剑谱、全面预算、融资策略等内容。
《大营销管控》	陈军	22,410.74	曾任职江苏雄风摩托集团、宅急送快运、顺丰速运，分管营销工作。	主要包括建组织、严管理、名策略等内容。
《快乐绩效》	江竹兵	15,061.06	硕士研究生学历，高级人力资源管理师，曾任职于中国金茂集团，曾为报喜鸟、罗莱家纺、海澜之家、霞客环保、牧原股份、金新农、国光电器等诸多知名企业提供管理培训服务。	课程主要是帮助企业打造一套建系统、挖潜能、增利润的绩效增长系统。课程主要包括快乐绩效理念、目标设定、激励奖惩、方法措施、评估检查、兵棋推演商战系统、企业绩效诊断模型、快乐绩效落地路径图等内容。
《奇胜营销》	张晓岚	17,742.72	曾任风驰传媒集团副总裁，2004年创立了张晓岚营销策划中心，行动教育奇胜营销课程主讲导师。	课程主要是帮助企业制定一套低成本、创品牌的快速营销系统。内容包括全过程奇胜营销思维、敌情侦察、制定战略、配置战术、全副武装、传播战役、决胜终端等。
《企业大学》	熊启明	20,068.23	美国希尔顿集团人才体系专家，曾任职香格里拉集团、英国帮臣集团，前皇家商学院执行院长、派多格商学院院长。	课程帮助企业构建一套企业大学的体系。内容包括校长境界、企业大学、人才生产线、学习地图、课程开发、实效演讲、学习模式、班子与机制、商学院文化等9大模块。
《组织效率》	李仙 王洋	16,592.93	曾担任李嘉诚旗下Tom户外传媒总经理，曾获上海市“新长征突击手”、上海市“优秀思想工作者”等荣誉称号 《组织效率》主讲导师，第一财经《解码财商》特邀主持嘉宾。	课程主要帮助企业打造一套效率提升管理系统。课程包括效率V增长、心态修炼、目标系统、时间魔方、持续发展、知行合一等内容。
《招才选将》	李践	18,235.95	在中国率先发起跆拳道运动，担任云南省总商会副会长，曾创立风驰传媒。	课程主要是帮助企业打造一套选对人、做对事的招才选将模式。内容包括战略画布、胜任力模型、人才主张、广招、慎选、机制、善任等。
《股权设计》	李仙	24,930.99	曾担任李嘉诚旗下Tom户外传媒总经理，曾获上海市“新长征突击手”、上海市“优秀思想工作者”等荣誉称号	主要是给企业提供一套股权增值的实效解决方案。课程内容包括识别股权误区、股权模式选择、股权架构设计、合伙人股权设计、公司控制权设计、股权激励方案设计、新三板增值设计、股权传承设计等。
《战略性创新》	Robert Kaplan	25,545.94	美国哈佛大学教授，平衡积分卡创始人，曾为诸多公司就业绩和成本管理系统方面担任顾问。	课程包括行业环境扫描、重塑战略愿景、客服关键障碍、产业周期和创新方法、微创新、蓝海战略性创新、破坏式创新等。

《经营方略》 (原模式创新)	宋志平	53,510.56	著名企业家，中国上市公司协会会长，中国企业改革与发展研究会会长，曾任中国建材党委书记、董事长、国药集团董事长。	课程内容主要为企业战略、人才培养、企业文化、经营管理理念等，通过案例还原企业经营管理的实景。
-------------------	-----	-----------	---	--

资料来源：公司公告，华西证券研究所。注：付小平、陈军、张晓岚、艾云龙、江竹兵、王洋、博恩·崔西、罗伯特·卡普兰、宋志平为主要外部导师。

3.3. 获客：强口碑，销售激励和服务强，复购+转介绍率较高

我们分析，公司获客渠道来自：(1) 新拓展：公司主要通过一线销售人员的电话销售、关系销售、小规模课程试听、与行业协会等机构合作组织主题论坛等方式开拓新客户。截至2020年末公司共拥有534名销售人员、占全体员工的72%。目前公司在北京、深圳、上海、杭州、成都分别设立了销售服务子公司；在南京、武汉、合肥、郑州、济南、石家庄、西安、昆明、长沙、广州、佛山、东莞、厦门等省会城市和经济发达城市设立了分支机构，形成了覆盖全国的服务及营销网络；并且计划未来两三年在上海、北京、深圳、长沙、昆明等5个城市设立智慧管理培训基地。(2) 老客户转介绍：基于公司实效性强的课程、优质跟踪服务带来的口碑，我们估计公司复购+转介绍率较高。

从薪资水平来看，公司销售人员的平均薪资在16万元左右、高于上海平均薪酬(2019年上海平均薪酬为11.5万元)。在销售人员激励上，(1) 公司采用低底薪+高绩效方式，(2) 公司每个季度都开展全员竞赛，Q1有春雷行动，Q2有半年度英雄大会，Q3是高峰行动，Q4是神剑行动，公司每日、每周、每月、每季度、每半年度、每年度都会有业绩冠军产生，通过全员赛跑与冠军激励的混合打法，调动销售人员的积极性。我们测算公司获客成本在6500-8500元/人左右。

表8 销售人员薪酬情况

	2018年度	2019年度	2020年度
销售人员人数(人)	518	689	534
其中：高层员工	-	-	-
中层员工	76	101	87
其他普通员工	442	588	447
工资薪酬(万元)	8676.25	9414.61	8892.68
平均薪酬(万元)	16.75	13.66	16.65

资料来源：公司公告，华西证券研究所。注：销售人员平均薪酬=全年销售人员薪酬总额/各期末销售人员人数

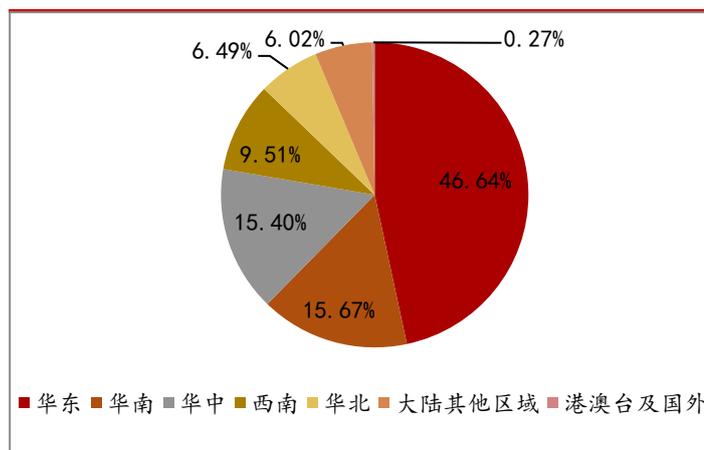
4. 成长驱动：拓展培训基地，高端课程占比提升

4.1. 线下建设5个智慧管理培训基地，3-5年渠道和销售团队翻倍

目前公司主要收入来源于华东地区，2018-2020年华东地区收入占比分别为36%/34%/47%，其次来源于华南、华中和西南地区。未来公司计划在2-3年新设上海、北京、深圳、长沙、昆明5个智慧管理培训基地；与此对应，公司销售团队以年20%-30%的速度增长，预计3-5年左右人数翻番。我们估计，新城市第一年做到1000多万收入、当年盈亏平衡；第三年达到2000-3000万收入。

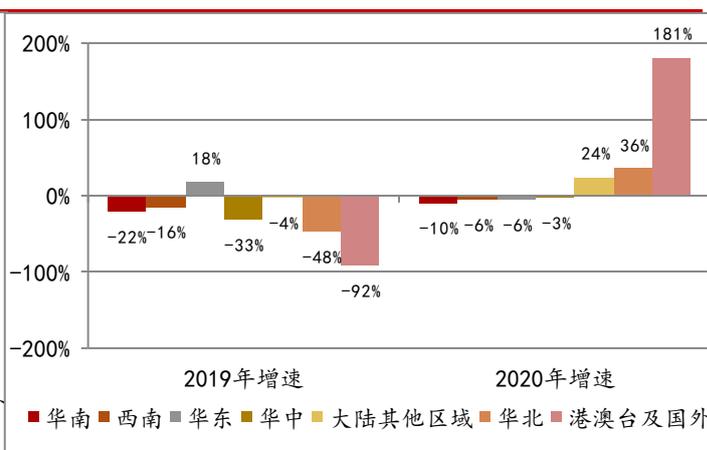
同时公司将启动行动慕课智库建设项目，提升公司线上业务的竞争能力。行动慕课智库的教学平台、客户管理平台以及公司业务体系的充分衔接，将全面升级公司现有业务模式。(1)慕课智库教学平台将以在线课程、直播教学等形式为互联网用户提供管理培训服务，并为线下引流；(2)慕课智库教学平台首创翻转课堂体系，是对线下如精品公开课、校长汇、商学院等业务的有效增值，实现“线上预习”、“直播教学”等新的教学模式；(3)慕课智库的客户管理平台会将广域的互联网用户信息以及原有线下业务的精准客群流量数据完备存储于数据库中，通过有效的大数据分析得出用户画像。

图 16 各地区收入占比



资料来源：公司招股说明书、华西证券研究所

图 17 各地区收入增速



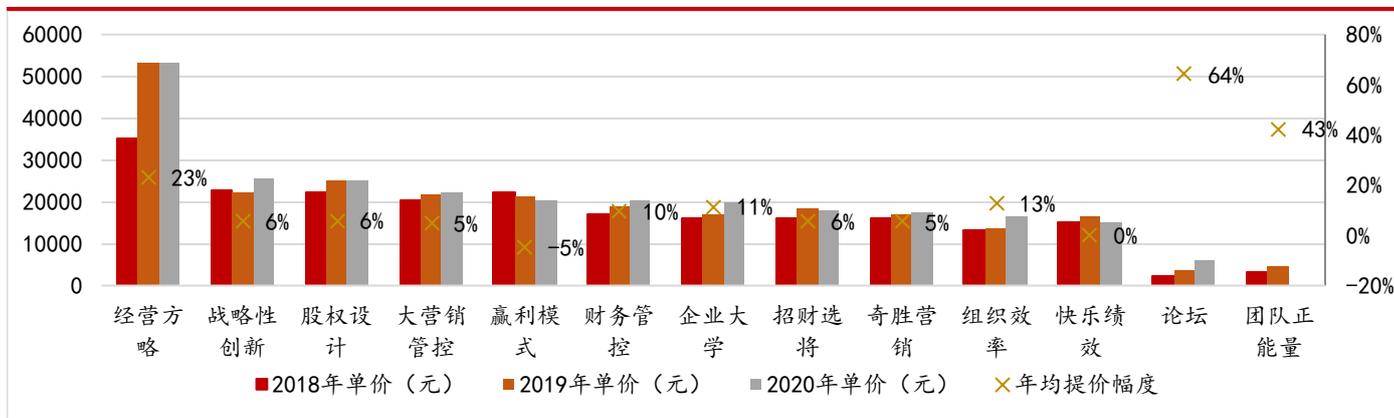
资料来源：公司招股说明书、华西证券研究所

4.2. 课程迭代完善，未来有望量价齐升

按照客户交易规模划分来看，公司客户结构体现出小规模交易客户占比下降、大规模交易客户占比上升的特点。2018-2020年公司收入规模1万元以下的客户数量合计分别为1,511/1,158/483家，占当期客户总数的比例分别为29%/22%/12%，占比呈下降趋势；我们分析，未来客户增长叠加单个客户规模增大有望共振、贡献收入增长。我们估计去年校长EMBA报名约1000人、今年1500人左右，占比从30%提升至50%。

此外，公司标准化的研发流程和多样的研发方式形成了一系列成果，并持续研发投入使课程体系不断完善，形成了战略、绩效、财务、营销、销售、人才、团队等覆盖企业管理各重要领域的课程体系，并根据经济环境变化、管理理论发展、企业管理实践的需要持续更新，2018-2020 年公司课程单价年复合增速在 5%-13%，我们分析，未来课程单价仍有望跟随迭代而稳步提升。

图 18 精品课程单价



资料来源：公司招股说明书，华西证券研究所

4.3. 管理咨询有望随着管理培训业务增长而增长

公司同时兼顾管理咨询，该部分客户来源于管理培训业务，因培训主体是中小企业家，部分企业家有管理咨询需求，会直接向公司购买管理咨询服务。2021 年 7 月 8 日，公司与国瑞税务（专业税务服务机构）签订合作协议，公司将借助国瑞税务的专业团队为客户提供专业的税务咨询服务，从而延长对客户的服务周期，带动管理培训业务发展。公司在拥有内部咨询团队的同时，也会延请外部专家，积极撮合外部培训老师和咨询客户达成订单，公司会从中抽取收入分成。

4.4. 股权投资有望创造利润新增长点

公司对外投资设立投资基金——海南躬行私募基金合伙企业，合伙企业总规模为 2 亿元，公司出资 1.99 亿占基金 99.5% 份额。该投资基金用于投资行动教育的学员企业中具有良好发展潜力的公司，并为全体合伙人获取良好的投资回报。目前公司合作客户中 70% 是收入在 5000 万-10 亿的企业，公司面临较多投资机会。目前投资基金锁定的是学员中具有发展潜力的企业（PRO-IPO 阶段），目前公司服务的学员中有约 300 家上市公司，300 余家新三板公司。公司未来焦点瞄准北交所，瞄准未来有上市潜力的中小民营企业。

5. 盈利预测和估值

我们假设：（1）公司作为行业内少有的上市企业，目前已具备一定的品牌影响力，未来有望跑赢行业增速，同时公司 2020 年已建立起线上 APP、并推出线上 EMBA 课程

抢占线上市场，我们预计 2021-2023 年公司管理培训收入增速有望达到 56%/27%/28%，同时随着管理培训业务增长，管理咨询业务有望在管理培训业务的带动下实现快速增长，我们假设 2021-2023 年公司管理咨询业务收入增速分别为 25%/5%/5%；同时我们假设其他业务稳步增长，2021-2023 年图书音像制品销售业务收入增速分别为 20%/10%/10%，其他业务收入增速分别为 10%/10%/10%。综上，我们预计 2021-2023 年公司收入增速分别为 52%/25%/26%。

(2) 我们认为，随着公司业务逐步优化，产品提价叠加成本优化有望带动毛利率逐步提升，我们假设 2021-2023 年公司管理培训毛利率分别为 83%/84%/85%，管理咨询业务毛利率分别为 58%/60%/62%，图书音像制品销售毛利率分别为 50%/55%/60%，其他业务毛利率分别为 80%/80%/80%。综上，2021-2023 年公司毛利率分别为 80.46%/81.88%/83.68%。

(3) 我们假设公司 2021-2023 年销售费用率分别为 29%/29%/29%，管理费用率分别为 17%/17%/17%，研发费用率分别为 6%/6%/6%，财务费用率分别为 -3%/-3%/-3%，则综上，公司 2021-2023 年净利率分别为 28.88%/29.64%/30.26%。

表 9 收入拆分

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	3.79	5.75	7.17	9.01
YOY	-13.67%	52%	25%	26%
一、管理培训	3.30	5.15	6.54	8.34
YOY	-7%	56%	27%	28%
毛利率	83%	83%	84%	85%
二、管理咨询	0.44	0.54	0.57	0.60
YOY	-44.51%	25%	5%	5%
毛利率	51%	58%	60%	62%
三、图书音像制品销售	0.04	0.05	0.05	0.06
YOY	-15.01%	20%	10%	10%
毛利率	30%	50%	55%	60%
四、其他业务收入	0.01	0.01	0.01	0.01
YOY	92%	10%	10%	10%
毛利率	82%	80%	80%	80%
净利	1.07	1.60	2.09	2.95

YOY	-9.52%	49%	31%	41%
净利率	28.18%	27.72%	29.14%	32.79%

资料来源：公司公告，华西证券研究所

我们认为，公司经过多年发展，已建立起完善的课程体系、师资体系和渠道体系，拥有较强的品牌力、我们估计复购+转介绍率较高。我们认为未来成长空间在于：（1）在新城市开拓渠道获取新客户，（2）老客户规模提升，（3）产品提价；（4）管理咨询业务创造收入增量；（5）股权投资增厚利润。预计公司2021-2023年收入分别为5.75/7.17/9.01亿元、归母净利分别为1.60/2.09/2.95亿元，对应EPS分别为1.89、2.48、3.49元，2021年11月5日收盘价46.2元对应PE分别为24/19/13倍，首次覆盖，给予买入评级。

表 10 可比公司估值

公司名称	收盘价	2021E EPS	2022E EPS	2023E EPS	2021E PE	2022E PE	2023E PE	2021E 净利增速	2021E PEG
创业黑马	51.5	0.16	0.34	0.67	337	158	79	135%	2.49
中公教育	9.46	0.24	0.38	0.50	39	25	19	-37%	-
传智教育	21.15	0.26	0.61	0.81	81	35	26	61%	1.33
平均值	-	-	-	-	152	73	41	-	-

资料来源：公司年报，华西证券研究所。注：截至2021年11月8日收盘价。

6. 风险提示

疫情的不确定性：疫情反复将对线下经营造成不利影响；

政策的不确定性：政策变动，例如对预收款政策的管控等或对公司经营造成负面影响；

课程迭代风险：若公司不能按照市场的需求及时更新迭代课程，或对公司教学产生负面影响；

系统性风险。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	379	575	717	901	净利润	108	162	213	299
YoY (%)	-13.7%	52.0%	24.6%	25.7%	折旧和摊销	14	7	5	6
营业成本	80	112	130	147	营运资金变动	69	264	143	140
营业税金及附加	3	5	6	7	经营活动现金流	189	429	356	440
销售费用	115	176	217	261	资本开支	-4	-78	-62	-68
管理费用	74	118	147	175	投资	0	0	0	0
财务费用	-15	-16	-21	-27	投资活动现金流	-3	-74	-56	-62
资产减值损失	0	0	0	0	股权募资	0	21	0	0
投资收益	1	3	4	5	债务募资	0	0	0	0
营业利润	129	192	252	356	筹资活动现金流	-44	21	0	0
营业外收支	0	1	1	1	现金净流量	142	376	299	378
利润总额	129	193	253	357	主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
所得税	21	31	41	58	成长能力 (%)				
净利润	108	162	213	299	营业收入增长率	-13.7%	52.0%	24.6%	25.7%
归属于母公司净利润	107	160	209	295	净利润增长率	-9.5%	49.6%	31.1%	40.8%
YoY (%)	-9.5%	49.6%	31.1%	40.8%	盈利能力 (%)				
每股收益	1.69	1.89	2.48	3.49	毛利率	78.8%	80.5%	81.9%	83.7%
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	净利率率	28.6%	28.2%	29.7%	33.2%
货币资金	905	1,282	1,581	1,959	总资产收益率 ROA	9.1%	9.8%	10.5%	12.0%
预付款项	17	24	28	32	净资产收益率 ROE	23.9%	25.4%	25.0%	26.0%
存货	2	3	4	5	偿债能力 (%)				
其他流动资产	9	15	20	27	流动比率	1.30	1.33	1.42	1.55
流动资产合计	934	1,324	1,634	2,023	速动比率	1.27	1.30	1.39	1.53
长期股权投资	1	1	1	1	现金比率	1.26	1.28	1.37	1.50
固定资产	187	250	298	350	资产负债率	61.7%	61.3%	57.7%	53.3%
无形资产	1	1	1	1	经营效率 (%)				
非流动资产合计	241	312	368	429	总资产周转率	0.32	0.35	0.36	0.37
资产合计	1,175	1,636	2,001	2,452	每股指标 (元)				
短期借款	0	0	0	0	每股收益	1.69	1.89	2.48	3.49
应付账款及票据	9	12	14	16	每股净资产	7.06	7.44	9.92	13.41
其他流动负债	711	986	1,137	1,286	每股经营现金流	2.99	5.09	4.22	5.21
流动负债合计	720	998	1,151	1,302	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0	0	0	0	估值分析				
其他长期负债	4	4	4	4	PE	27.34	24.41	18.62	13.23
非流动负债合计	4	4	4	4	PB	0.00	6.21	4.66	3.44
负债合计	725	1,002	1,155	1,306					
股本	63	84	84	84					
少数股东权益	4	6	10	14					
股东权益合计	450	634	846	1,146					
负债和股东权益合计	1,175	1,636	2,001	2,452					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师与研究助理简介

唐爽爽：中国人民大学经济学硕士、学士，11年研究经验，曾任职于中金公司、光大证券、海通证券等，曾获得 2011-2015 年新财富纺织服装行业最佳分析师团队第4/5/3/1/1名、2012-2015 年水晶球纺织服装行业最佳分析师团队5/4/4/4名，2013-2014年金牛奖纺织服装行业最佳分析师团队第5/5名，2013年Wind金牌分析师第4名，2014年第一财经最佳分析师第4名，2015年华尔街见闻金牌分析师第1名，2020年Wind“金牌分析师”纺织服装研究领域第2名，2020年21世纪金牌分析师评选之消费深度报告第3名。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。